

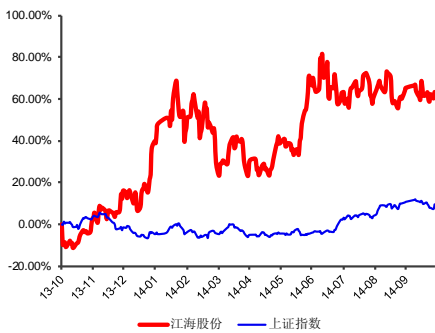
电子元件

2014 年 10 月 29 日

评级（首次/维持/下调/上调）

谨慎推荐（维持）

最近 52 周走势：



相关研究报告：

江海股份调研纪要：薄膜电容和超级电容渐次发力-2014/7/14

报告作者：

分析师：皮斌

执业证书编号：S0590514040001

联系人：马松

电话：0510-8283-2380

Email: mas@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

江海股份（002484）2014 年三季度点评

事件：江海股份发布2014年三季度报：公司1-9月实现营业收入8.69亿元，同比增长10.27%，归属上市公司净利润1.20亿元，同比增长24.67%，扣非后净利润1.09亿元，同比增长17.7%，基本每股收益0.36元。同时公司预计2014年实现归属上市公司股东净利润14268.6-16792.7万元，同比增长10-30%。

点评：

- **公司业务增速平稳，业绩符合预期。**公司三季度单季收入同比增长8.88%，略快于二季度增速，净利润4307.7万元，同比增长21.25%。公司各项业务进展顺利，收入和净利润增速平稳。
- **电容器收入平稳增长，毛利率继续提升。**三季度公司综合毛利率达到25%，达到历史最好水平。化成箔及加工费占比较小，影响可忽略。因此基本可以认为是公司电容器毛利率提升所致。公司毛利率的持续提升是因为公司工业类电容销售占比的持续提高，公司工业类电容器毛利率大幅高于消费电子类电容器。公司的目标是实现工业类电容器与消费类电容器7:3的比例，因此公司工业类电容器占比仍有提升空间。全球铝电容器整体增长已经很小，而且在诸多领域，铝电容还面临被替代的风险。公司未来在铝电容器市场的增长要重点看大客户的开拓和对大客户供货比例的提升，这一块仍有足够的成长空间保证公司未来几年的成长。
- **化成箔及加工费收入和毛利率同比大幅增长。**公司化成箔主要自用，部分出售给日立AIC。化成箔的主要成本是电费，如果电费水平稳定，公司的毛利率就会稳定在这个水平。公司在内蒙和宝鸡总共投入44条化成箔生产线，产能今后应该不会再扩张了，因此公司化成箔及加工费会维持稳定水平，对公司的利润和收入的影响较小。
- **薄膜电容实现市场突破，15年大规模放量。**薄膜电容是公司开拓的新增长领域，公司的薄膜电容器主要面向风光发电、新能源汽车等

领域。14年公司已经在下游客户方面取得突破，实现批量供货，预计14年将有大约2000万左右收入。同时公司也在继续投建新薄膜电容生产线，15年底将达到10条生产线，15年公司的薄膜电容将会实现大规模放量，是公司明后年最主要的增长点。

- **超级电容试生产成功，批量供货还需等待。**7月11日，公司公告超级电容正式开始试生产，目前EDLC和LIC超级电容器试产顺利，下游客户的开拓也在进行中。EDLC在新能源客车、LIC在消费电子领域都具有极大的成长空间。但目前下游客户的试用和认证仍需要较长时间，因此短期贡献不了业绩。
- **期间费用率稳定，经营性现金流大幅增长。**1-9月公司期间费用率为9.83%，低于13年全年的10.42%，管理费用率和销售费用率同比持平，主要因公司汇兑收益增加致财务费用比去年同期减少所致。公司经营性现金流大幅增长59.9%，主要由于公司对供应商的账期延长导致购买原材料支付现金流出减少。
- **维持“谨慎推荐”评级。**维持公司2014~2016年每股收益预测分别为0.48元、0.66元和0.85元，市盈率分别为38倍、28倍和21倍。维持“谨慎推荐”评级。
- **风险因素：**(1)宏观经济下滑；(2)光伏和风力发电装机容量增速不及预期；(3)超级电容客户开拓不及预期。

单位：百万元	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,108.9	1,298.9	1,652.1	1,974.4
YOY	14.85%	17.14%	27.19%	19.51%
归属母公司净利润	129.2	161.0	220.2	282.7
EPS(元)	0.39	0.48	0.66	0.85
P/E	46.9	37.6	27.5	21.4
P/B	4.2	3.8	3.4	3.0

数据来源：国联证券研究所

财务报表预测与财务指标

单位: 百万

利润表						资产负债表					
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	965.5	1,108.9	1,298.9	1,652.1	1,974.4	现金	587.4	553.2	462.4	537.7	677.7
YOY(%)	-6.9%	14.8%	17.1%	27.2%	19.5%	交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业成本	768.6	845.3	983.2	1,228.2	1,443.3	应收款项净额	309.8	355.5	436.4	421.1	435.3
营业税金及附加	3.9	4.3	5.2	6.6	7.9	存货	192.5	219.9	284.2	329.8	391.8
销售费用	33.9	40.7	45.5	57.8	69.1	其他流动资产	3.0	0.3	0.3	0.3	0.3
占营业收入比(%)	3.5%	3.7%	3.5%	3.5%	3.5%	流动资产总额	1,092.7	1,128.9	1,183.3	1,288.9	1,505.1
管理费用	70.6	80.6	94.8	120.6	144.1	固定资产净值	379.1	486.5	462.0	511.9	556.8
占营业收入比(%)	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%	减: 资产减值准备	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBIT	104.2	152.5	183.8	252.4	324.5	固定资产净额	379.1	486.5	462.0	511.9	556.8
财务费用	-11.1	-5.8	-8.7	-9.8	-12.6	工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
占营业收入比(%)	-1.2%	-0.5%	-0.7%	-0.6%	-0.6%	在建工程	69.1	20.9	110.0	120.0	105.0
资产减值损失	4.9	1.1	2.0	3.0	3.0	固定资产清理	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	11.6	13.5	14.0	15.0	16.0	固定资产总额	448.2	507.4	572.0	631.9	661.8
营业利润	106.2	156.0	190.9	260.7	335.6	无形资产	39.4	82.7	81.4	80.2	79.0
营业外净收入	9.0	5.2	4.5	4.5	4.5	长期股权投资	62.0	70.6	84.6	99.6	115.6
利润总额	115.3	161.3	195.4	265.2	340.1	其他长期资产	7.3	30.2	27.8	26.4	25.2
所得税	14.6	22.6	25.4	35.0	45.4	资产总额	1,649.7	1,819.6	1,949.1	2,127.0	2,386.6
所得税率(%)	12.7%	14.0%	13.0%	13.2%	13.3%	循环贷款	0.0	54.8	0.0	0.0	0.0
净利润	100.7	138.7	170.0	230.2	294.7	应付款项	194.3	199.7	247.2	239.0	260.3
占营业收入比(%)	10.4%	12.5%	13.1%	13.9%	14.9%	预提费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
少数股东损益	2.9	9.5	9.0	10.0	12.0	其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
归属母公司净利润	97.8	129.2	161.0	220.2	282.7	流动负债	194.3	254.5	247.2	239.0	260.3
YOY(%)	-6.4%	32.1%	24.7%	36.7%	28.4%	长期借款	0.0	3.0	3.0	3.0	3.0
EPS (元)	0.29	0.39	0.48	0.66	0.85	应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
						其他长期负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
						负债总额	195.9	266.2	258.8	250.6	272.0
						少数股东权益	94.5	96.8	92.9	101.9	111.9
						股东权益	1,453.8	1,552.4	1,690.2	1,876.4	2,114.6
						负债和股东权益	1,649.7	1,818.6	1,949.1	2,127.0	2,386.6
主要财务比率	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	现金流量表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力						税后利润	100.7	138.7	170.0	230.2	294.7
营业收入	-6.9%	14.8%	17.1%	27.2%	19.5%	加: 少数股东损益	2.9	9.5	9.0	10.0	12.0
营业利润	-17.3%	46.9%	22.4%	36.5%	28.7%	公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	-6.4%	32.1%	24.7%	36.7%	28.4%	折旧和摊销	44.0	53.1	45.9	59.6	74.6
						营运资金的变动	(15.9)	(47.8)	(125.3)	(67.2)	(87.3)
获利能力						经营活动现金流	128.8	144.0	90.7	222.7	282.1
毛利率(%)	20.4%	23.8%	24.3%	25.7%	26.9%	短期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净利率(%)	10.4%	12.5%	13.1%	13.9%	14.9%	长期股权投资	62.0	70.6	84.6	99.6	115.6
ROE(%)	7.2%	8.9%	10.1%	12.5%	14.2%	固定资产投资	(106.6)	(174.3)	(106.1)	(116.1)	(101.1)
ROA(%)	6.3%	8.4%	9.4%	11.9%	13.6%	投资活动现金流	(106.6)	(174.3)	(106.1)	(116.1)	(101.1)
偿债能力						股权融资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
流动比率	5.63	4.44	4.79	5.39	5.78	长期贷款的增加/(减少)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
速动比率	4.62	3.57	3.64	4.01	4.28	公司债券发行/(偿还)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
资产负债率%	11.9%	14.6%	13.3%	11.8%	11.4%	股利分配	60.0	10.4	20.8	32.2	44.0
营运能力						计入循环贷款前融资活动	(48.9)	(1.6)	(9.1)	(19.4)	(28.4)
总资产周转率	58.5%	61.0%	66.6%	77.7%	82.7%	循环贷款的增加(减少)	45.2	(8.0)	36.6	136.9	(119.8)
应收账款周转天数	113.0	112.9	118.4	89.4	77.2	融资活动现金流	(3.8)	(9.7)	(75.4)	(31.2)	(40.9)
存货周转天数	91.4	95.0	105.5	98.0	99.1	现金净变动额	18.9	(42.5)	(90.8)	75.3	140.0
每股指标 (元)											
每股收益	0.29	0.39	0.48	0.66	0.85						
每股净资产	3.82	4.08	4.39	4.77	5.30						
估值比率											
P/E	62.0	46.9	37.6	27.5	21.4						
P/B	4.5	4.2	3.8	3.4	3.0						

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

北京

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路 9 号主语国际 4 号楼 12 层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福田区福华三路卓越世纪中心 1 号楼 2401 室

电话: 0755-82556064

传真: 0755-82556064

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20% 以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10% 以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5% 以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级, 提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

免责条款:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写, 本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性, 客户也不应该认为该信息是准确和完整的。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会, 还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。